

大市透視 第一上海首席策略師 葉尚志

港股下行風險正在增加

11月25日。港股繼續「量縮價跌」的低迷狀態，資金在低位介入的積極性仍然疲弱，預示着市況有進一步走低的趨勢傾向。目前，由於內地政策逐步放鬆的支持因素出現減退，加上歐債問題的持續性困擾，我們相信港股的下行風險正在增加。事實上，資金亦有再度流出亞洲的跡象。以11月的外匯市場表現來看，俄羅斯盧布暴跌了5%，印度盧布跌了6.7%，韓國跌了5.8%，新加坡元跌了5.6%。亞洲貨幣兌美元的集體貶值下跌，是說明資金有外流趨勢跡象的證明。這個對於已轉為弱勢盤面的港股，可能會帶來進一步的打擊。

大盤短期可能現極端走法

恒生指數在周五出現了低開後打橫震動的日內行程，在資金缺乏抄底意慾的背景下，大盤的彈性是來得異常的疲弱。這樣的一個低迷狀態，已延續了有一周時間，估計亦已到了關鍵的時間窗口，到了要來做了斷的臨界點。我們估計，港股本盤的短期走勢將會出現兩個可能的極端走法。第一個是走出一根放量太陽來扭轉目前的低迷市況狀態，以現時的形勢來看，出現這個走法的可能性很低。第二個是走出一根低開低走的大陰，來把積累下來的沽壓放出來，並且通過跌幅來吸引抄底資金介入，來活化市場的交易狀態。以恒生指數已跌穿了17,800點的判斷位來看，我們估計港股即將出現第二個走法，恒生指數有出現向下跌的危機。

恒生指數在周五收盤報17,689點，下跌246點，主板成交量萎縮到僅有395億多，是今年以來的最少日成交量。倘若扣除了衍生權證的162億元成交量之後，參與股票實質操作的份額將會更少。盤面上，在周四曾一度給港股帶來沖喜的內房股，在周五再度掉頭回落。在調控政策面未有改變之前，對於內房股的弱勢反彈行程，要保持高度的警覺性。另外，德昌電機(0179)發表了創紀錄的中期業績，賺了有1.02億美元，但是股價卻出現了高開後倒跌的走势，在周五跟隨大市下跌了0.73%。市場趁消息出貨的操作，是弱勢盤面的特徵之一。

證券分析

海通國際

SOHO中國網上拍賣受歡迎

SOHO中國(0410)出售三個寫字樓單位，總對價為2,280萬元人民幣，通過網上拍賣方式租賃的街舖月租金為13,500元人民幣。這是公司自今年4月起進行的第五次網上拍賣。拍賣反響不俗，拍賣過程中註冊的潛在買家有193位，潛在租戶有11位。

SOHO中國是網上銷售和租賃商業物業的先鋒。我們認為，網上拍賣不僅有助於公司節約成本(因為無需銷售人員)，也擴大了公司的業務潛力，原因在於更多潛在買家可能會參與網上拍賣，無論其居住地或時區所在位置。最為重要的是，網上拍賣可能是一種不錯的營銷工具，可以向更廣泛的客戶群推廣公司的產品和品牌形象。(摘錄)

AH股差價表

11月25日收市價 *停牌 人民幣兌換率0.8188

Table with columns: 名稱, H股(A股)代號, H股價(港幣), A股價(人民幣), H比A折價(%)

證券推介

德昌毛利率具改善空間

德昌電機(0179)公佈截至9月份的2012財年中期業績，營業額及盈利分別錄得8%及9%的按年增長至11.2億美元及1.02億美元。

業績為市場預期的上限，主要是由於期內的財務支出減少及實際稅率較預期低。營業額按年上升8%，其中汽車產品的銷售額按年增長20%，足以抵銷工商用產品銷售的3%跌幅。

雖然歐洲債務危機持續，但歐洲地區的銷售仍錄得按年21%的增長，是三大地區中最高，反而亞洲的銷售增長僅

1%，較預期為差。雖然期內銅價按年升20%，但公司的毛利率水平仍維持於27.2%(2011年財年上半年為28.7%，而下半年為26.4%)。另一方面，公司的營業利潤率受工資上升影響而由去年同期

產品組合優化提升盈利

展望將來，受着全球經濟放緩影響，本行預期公司下半年財年的銷售額將較上半年下滑，但公司產品組合優化將有助抵銷部分的負面影響。另外，本行相信

公司的毛利率將可繼續改善，因銅價自9月份起回落(銅價現時已跌至2011財年上半年的水平，當時公司的毛利率為29%)。基於此原因，本行估計公司下半年財年的毛利將與上半年持平，並預期公司2012財年可錄得1.95億美元盈利(即每股盈利0.42港元)。現價相當於9.8倍市盈率，基於公司在行業的領導地位，本行認為估值並不昂貴。

公司最近的回購股份行動(在8月17日至10月21日共回購5,520萬股，平均成本為每股4.04元)及主要股東汪氏家族在市

國浩資本



場以3.7元至4.4元的水平增持1,875萬股股份亦反映管理層對公司長遠前景的信心。雖然業績無甚驚喜及股價自9月初開始已優於大市11%有可能令股價短線受壓，但本行認為這正是一個良機去吸納一家管理優良的傳統企業。重申買入評級，但6個月目標價由5.98元下調至5.04元，相當於12倍2012財年市盈率。

資金撈底 建滔化工硬淨

數石車收發站

美股隔晚感恩節假期休市，惟穆迪及惠譽分別下調匈牙利主權評級，加上德國總理默克爾堅決反對印紙解決歐債危機，刺激避險情緒大為升溫，多國債息隨即被大幅扯高，不利投資氛圍。亞太區股市昨日普遍維持受壓，當中又以印尼跌1.59%為表現最差市場。恒指低開276點至17,658後，不久即轉入窄幅震落，全日高低位分別為17,827/17,613，收市報17,689點，跌245點或1.37%，成交縮減至395億元。無疑港股走低拋壓不算大，惟昨日低位已進一步下移，反映淡市在下周二期指結算前，仍力圖壓市謀取更大利潤。 司馬敬

備受關注的法國、德國和意大利3國領導人會晤，周四在法國斯特拉斯堡舉行，這個有關歐元區債務危機的小型峰會，會後強調三國決心全力保證歐元的永恆持久，但對解決危機就未見有力的方案出台。事實上，一向反對印紙解決歐債危機的德國總理默克爾，在小型峰會上，依然堅持已見唔肯讓步，無疑也令「歐豬五國」希望透過發債「撲水」的難度大增。另一方面，評級公司也見「踩多一腳」，當中惠譽響一口氣將葡萄牙和匈牙利主權評級下調後，穆迪也唔執輸，加入下調匈牙利主權評級的行列，都令市場對歐債危機解決失去信心。

儘管外圍市況不明朗，惟個別藍籌股低位回升的力度卻依然不弱，建行(0939)便由低位的5.11元，反彈至5.18元報收，跌0.58%；長實(0001)曾低見83.15元，收市報84.85元，跌0.35%。不過論到表現較突出，則仍以思捷

(0330)最具苗頭，該股於連升兩日後，昨早市曾隨外圍走低至9.29元，但很快又重拾升勢，一度高見10元，收報9.89元，仍升0.41元或4.33%。思捷日前向投資者派定心丸，指品牌價值為33.75億美元，對於德國人來說，是最愛品牌之一。思捷已連升3日，最難得可以成為逆市奇葩，反映該股已漸擺脫之前的頹勢。

剛於周四掛牌的廣豪國際(0844)也為昨日的亮點之一，該股昨曾高見1.45元，收市報1.25元，仍升0.3元或31.58%。廣豪為內地布料及內衣生產商，其上市價0.8元，集資淨額僅得3,840萬元，而以昨收市價計，較招股價已升56%，一隻新股在大市連日急跌下，依然可以如此標青，捧場客確飲得杯落，保薦人兼牽頭經辦人時富金融也應記一功。

沽壓漸消化 估值趨吸引

建滔化工(0148)在昨日跌市中的抗

跌力亦見不俗，該股曾逆市走高至21.5元，收市報21元，仍升0.3元或1.45%，成交3,520萬元。建滔本月初在反彈至28.2元水平遇阻後展開較深度調整，近3日在20元水平附近明顯獲得大盤承接，從該股在港股周四、五的跌市中，尚可連升2日，多少也顯示，其股價調整已吸引實力投資者趁低撈底。

講開又講，建滔化工經過一段長時間的調整後，現價市盈率已低於5倍，息率則逾5厘，而其資產淨值為30.336元，即現價PB僅為0.69倍，論估值也有被低估之嫌。瑞銀剛發表的研究報告，首次追蹤建滔化工，便給予其買進評級，目標價33.00港元，主要是看好集團較其附屬公司建滔積層板(1888K)業務更具多樣性。建滔化工年高位曾見過47.5元，現價較高位回落的幅度達55%，在市場沽壓已漸獲消化下，該股後市反彈的潛力也不妨看高一線。

紅籌國企/高輪

張怡

中銀息率吸引防守力強

內地股市昨日依然未見太大起色，滬綜指收市跌0.72%，而這邊的港股尋底之勢未改，也都利淡中資股表現。昨市所見，基建、建材、煤炭及內房等板塊的沽壓較大，當中中國鐵建(1186)挫達7%，成為國指成份股中表現較佳的股份。另一方面，部分較冷門的中資股仍見受捧，就以中石化冠德(0934)為例，便見逆市創新高，一度走高至5.1元，收報5.03元，仍升8.87%。中石化冠德現價市盈率高達26倍，論估值並不便宜，加上過去一段時間有關公司的消息也不多，股價可以脫穎而出，估計已貨源落入強者之手有關。

中銀香港(2388)昨日逆市下的抗跌力亦見不俗，早市曾走高至16.78元，收市報16.64元，升0.04元，升幅為0.24%，在市場拋風四起下，該股有此表現已十分難得。中銀較早前公布第3季業績，第三季度提取減值準備前的淨經營收入為74.76億元，今年第二季度為74.36億元。經營支出為25.43億元，今年第二季度淨撥回3.8億元。提取減值準備前的經營溢利為49.33億元，今年第二季度則為78.16億元，跌37%。值得留意的是，中銀在剔除雷曼兄弟相關產品的影響後，核心經營支出較第二季度上升3.1%至25.4億元。

雖然中銀業績未為市場帶來驚喜，但股價由20元水平附近反覆回落，估計已差不多反映相關的不利因素。事實上，中銀2011年預測市盈率已降

至約9倍的較合理水平，惟息差則逾7厘，公司派息慷慨，相信有助吸引追求防守性較強的投資者。可趁股價逆市有勢部署分段收集，博反彈目標為50天線的17.96元，惟失守16元支持則止蝕。

購輪14937較可取

中銀逆市硬淨，惟旗下可供炒作的認購輪並不多，當中中銀法興購輪(14937)算是較可取的一隻。14937昨收0.16元，升0.002元，成交270萬股。此證於明年5月7日到期，換股價為17.38元，兌換率為0.1，現時溢價14.06%，實際槓桿5.99倍，引伸波幅42.49%。14937雖為街外輪，交投也嫌欠旺，但就勝在數據尚算合理，故仍可作為捧場選擇。

投資策略：

紅籌及國企股走勢：

港股投資氣氛仍弱，中資股暫也難有太大作為。

中銀香港：

現價估值已趨合理，息率則具吸引力，將有利後市反彈。

目標價：17.96元 止蝕位：16元

華泰聯合

滬深股評

合康受惠採購規模優勢

高壓變頻器行業市場容量約1,000億元(人民幣，下同)，目前滲透率僅20%；2010年市場規模49億元，需求頂峰期市場規模將超過100億元，未來3-5年行業增速將保持在20%-25%。流動資金需求量大、規模優勢顯著、人才隊伍培養維護成本高的行業特點，以及龍頭企業利德華福競爭策略的可能改變，將導致行業生存環境改善，價格和毛利率水平有望企穩。

合康變頻(300048.SZ)發展戰略：橫向擴張產品線，縱向為客戶提供整體解決方案；同時通過設立合資公司方式快速佔領市場，提高市場份額；目前公司產品線從高壓變頻器拓展至中低壓變頻器領域，並進軍防變頻器，未來還可能做光伏逆變器等相關產品；同時公司致力於為客戶提供整體解決方案，目前在煤炭行業運作較好。

公司在產能擴張的同時，通過與下游大客戶設立合資公司方式快速開拓市場，提高產品市場佔有率，保證訂單穩定增長。目前按金額計算，公司市場份額在15%左右，預計明年可接近20%。

「同步提升機」大規模推廣在即

公司目前產能120台/月，極限產能150台/月，明年5月武漢基地開始投產，初期40台/月，2012年可增至50台/月，產能不足限制接單能力問題得到有效解決。同時產能的擴張也為公司帶來明

顯的採購規模優勢，公司通用產品毛利率水平高於智光電氣和九州電氣。

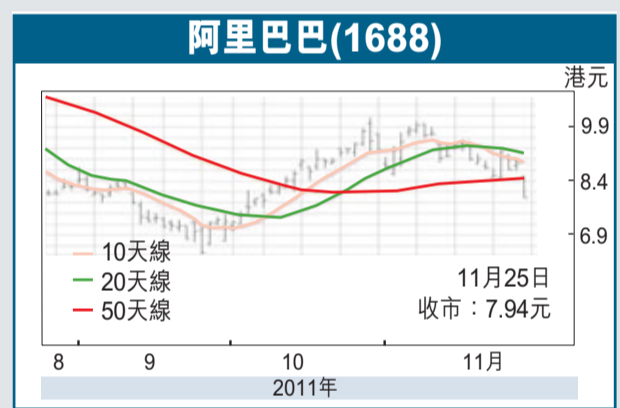
截至2011年第3季，公司已確認3台同步提升機收入，預計四季度還將確認1台，明年同步提升機在手訂單都將交貨，收入確認明顯提速。目前公司正在做產品鑒定，之後同步機將大規模推廣，其訂單及業績增長有望超預期。中低壓變頻器作為公司橫向擴張的新產品，生產已漸入佳境，三季度毛利率水平已提升至37.66%，預計今年將實現3,000-4,000萬元銷售收入，明年將放量增長。

我們預計公司2011年-2013年每股盈利(EPS)分別為0.60元、0.88元和1.20元，複合增速41.75%，目前股價對應市盈率(PE)為32.7倍、22.2倍和16.3倍，給予「買入」評級。



港股透視

中銀國際



2011年1-3季度，阿里巴巴(1688)公告總營業收入同比增長17.9%至48億元(人民幣，下同)，淨利潤同比增長25.3%至13億元。3季度，由於速賣通、良無限的新增營業毛利率下降以及薪酬成本上升，股權激勵前的息稅折舊攤銷前利潤率下降至31.4%。我們的2011年股權激勵前息稅折舊攤銷前利潤率預測為32.8%，較2010年下降1.9%。我們預測公司全年業績符合我們的預測。

升級業務模式提升盈利

此外，9-10月間公司平均以每股7.5港元的價格回購了67,833,500股股份。目前股價相當於17倍2012年預期盈利。與2008年相比，估值已回歸至歷史低位，故我們認為在盈利升級啟動之前，逢低吸納乃是良策。

支撐評級的要點：國際交易市場的註冊用戶達到2,400萬(同比增長59%)，中國交易市場的註冊用戶為4,900萬(同比增長17%)。用戶基數持續擴張，但用戶管理收緊導致付費用戶數量下降。

3季度增值服務收入份額上升，分別佔中國金牌供應商(CGS)收入及誠信通(CTP)收入的30%和25%，高於去年的25%和20%。

從註冊型模式向產品型模式的轉變正在進行之中，速賣通、良無限及1688.com等業務質量均有所改善。

評級面臨的主要風險：全球宏觀經濟環境對中國出口不利，且中期並無改善跡象。

估值：我們仍維持對該股的買入評級及13.30港元的目標價，對應25倍2012年預期盈利(0.52港元)，較3年交易區間低1個標準差。

阿里巴巴投資摘要 (貨幣：人民幣)

Table with columns: 年結日: 12月31日, 09年, 10年, 11年E, 12年E, 13年E